
論文

オンライン取引と適合性の原則—アメリカ法

小林 成光

- 1 はじめに
- 2 適合性の原則
- 3 インターネットと証券会社
- 4 オンライン取引と全米証券業規則
- 5 オンライン取引と投資家保護
- 6 おわりに

1 はじめに

インターネットの出現により、コミュニケーションの方法が革新化した。その結果、証券業界は劇的変革を迎えることとなり、その中で最も重大なのがオンライン取引であると言えるであろう。

その最大のメリットは情報へのアクセスの容易さである。個人投資家が豊富な金融情報の提供を受けるとともに、プロの投資家にのみ入手可能であった証券市場の資料を入手できるようになった。また、投資家が新規公開株式(IPO)の申込み勧誘に参加したり、ファイナンシャル・プランニング(FP)のツールを利用できるようになったのである。

しかし、投資家は、このようなメリットの代償として、投資家に適合しない⁽¹⁾勧誘を受け、多大な損害を受ける可能性がある。オンライン取引は、投資経験のない投資家にとって新規に参加しやすいものであるからである。⁽²⁾

このような投資サービスの拡大により、オンライン証券会社がその取引の適合性にいかなる範囲まで責任を負うのかという問題が提示される。米国の

連邦証券取引委員会（以下、SEC と略する。）及び全米証券業協会などの各自主機関の規制当局は、投資家に個別的アドバイスを与える総合証券会社に適合性の原則を適用してきた。これらの規制当局は現在、この原則がオンライン取引に適用されるか否かという問題を検討している。

本稿は、このようなアメリカ法における適合性の原則⁽³⁾という視点からオンライン取引をめぐる問題を中心に論じるものである。我が国においてもオンライン取引が急増していること、とくにオンライン取引における信用取引の比重が伸びていることから、アメリカ法におけるオンライン取引⁽⁴⁾の議論⁽⁵⁾が我が国で示唆されることがあると思われる。

2 適合性の原則

まず、適合性の原則についての議論に入ることにする。

適合性の原則とは、投資家の金融ニーズに適合する証券の購入のみを勧誘するよう証券会社に要求する理論である⁽⁶⁾。証券仲裁の申立てにおいて、適合性は証券業界で最も頻繁に引用される原則である。

この原則は、証券会社が証券の売付け、買付けまたは交換を勧誘する方法を規制するもので、特定の投資家に証券を推奨するに当たり、その証券が顧客に適合したものであるという合理的根拠を証券会社に説明することを要求し、証券会社と顧客との関係における利益相反を解消しようとするものである。

(1) 歴史的経緯

ニューヨーク証券取引所（以下、NYSE と略する。）は「すずかけ木（buttonwood）」の協定の署名によって1792年に設立されたが、連邦議会⁽⁷⁾は1929年の株式市場の崩壊まで証券市場の規制をしなかった。1930年代に、とくに、1929年の大恐慌まで証券市場を規制しなかったのである。

1930年代に、全米証券業協会（以下、NASD と略する。）のような自主規

制機関による証券業界の自主規制を認めたもので重要なのが適合性の原則である。この自主規制は、1934年証券取引所法⁽⁸⁾15Aに基づいて制定されたものである。

適合性の原則は「看板理論 (shingle theory)」⁽⁹⁾として知られるコモン・ロー上の概念が起源である。この看板理論は、証券会社が看板を出すときに顧客と公正に取引するという黙示的表示とするものである。

(2) 自主規制

適合性の原則としては、NASD 規則2310(a)と NYSE 規則405という自主規制が重要である。NASD 規則2310(a)は、証券会社が特定の投資家に適合する証券のみを勧誘しなければならないというものである。

しかし、NYSE は明確に適合性の原則を定めていない。この規則と同様なものである NYSE 規則405は「顧客を知る (know your customer)」規則と呼ばれ、NYSE の会員が、各顧客、各注文、当該会員により受諾されまたは保有されている各現金または証拠金口座および各会員により受諾されまたは保有されている口座についての代理権を保有する者に関して重要な事実を知るために相当な注意を尽くすことを求められる、と規定するものである。

両規則の相違は、NASD 規則2310(a)と異なり、NYSE 規則405は勧誘を要求していない点にある。しかし、NYSE は勧誘のない場合に適合性の原則を適用するものとして規則405を解釈していないので、両規則は同一の意義を有するとされている。⁽¹⁰⁾

(3) 範囲

証券会社が適合性の原則に反する場合には、①証券会社は全員の投資家に適合しない勧誘をする場合、及び②投資家の財産、投資目的、年齢または他

の個人の特性のために、特定の投資家にとって不適當な勧誘をする場合がある。

(4) 問題点

NASD も SEC も「勧誘」について明確的な定義をしていなく、その用語⁽¹¹⁾の範囲を議論してきた判例は明確な指針を呈示していない。

とりわけ、NASD 及び NYSE の規則のもとで私的訴権が存在しない点が問題である。投資家は、NASD の適合性の要件または NYSE の「顧客を知る規則」に関する紛争を解決するために、裁判所に提訴できない。各証券会社は、顧客が口座を開設する前に紛争前の仲裁合意書に署名することを要求しているので、仲裁合意書の締結によって顧客がブローカーに対して訴訟を提起する権利を放棄し、仲裁を通して紛争を解決せざるを得ない。

この仲裁の手続は産業寄りで反投資家的であるとして批判されてきた。⁽¹²⁾さらに、仲裁人は正確な法律基準に拘束されず、自主規制機関の規則、業界の慣行、および衡平・公正という概念を指針とするので、仲裁人の判断は殆ど先例的拘束力をもっていない。

3 インターネットと証券会社

1995年以来、オンライン取引はサービスの範囲および顧客の数という点において急速に発展している。⁽¹³⁾現在、ほぼ160社の証券会社および10,000以上のウェブサイトがオンライン取引を行っている。⁽¹⁴⁾

その急増理由としては、従来の証券会社の取引よりもオンライン取引が手数料が安く、便利で迅速であることにある。さらに、証券会社のウェブサイトで、調査・市場情報および投資ツールを入手できる。

オンライン取引の継続的成長が期待されている。ハイテク調査会社の Forrester Research は、2003年までに2億400万件のオンライン口座になる、

と予測していた。投資者資産が1998年の7倍の3兆円を保有することが期待される。オンライン口座の増加がオンライン証券業界の収益成長に貢献するであろう。

オンライン取引の継続的成長に貢献するもうひとつの要因は、業界全体の成長である。ディスカウント証券業界が最初にオンライン取引のサイトを開始したが、オンライン証券業界の市場占有率の増加を目撃した後に、Merrill Lynch, Salomon Smith Barney, Prudential Securities および Paine Webber（現在は UBS Wealth Management USA）のような総合証券会社がオンライン分野に参入したのである。

(1) オンライン取引の評価

SEC は、1984年には早くも、とくに証券会社とその顧客との間の個人的関係が減少するために、電子商取引システムに対して懸念を表明していた。⁽¹⁵⁾ 1984年以降、オンライン取引がインターネットの出現のため一般的になってきた。しかし、SEC はこのような IT の利用に対して積極的な姿勢を示るように変わった。

このシステムについては一般的評価が分かれる。インターネットで入手できる資源の格差が大口投資家と小口投資家との間で均等化するというのが肯定論として代表的なものである。⁽¹⁶⁾ これに対して、反対論としては、オンラインで入手できる財務情報の驚異的な量およびオンライン投資の限界費用の低減が現実には投資家の利益を減少させるというものがある。この理論を支える Barber 教授と Odean 教授との共同の実証研究がある。オンライン取引に切り替えた投資家が、オンライン取引の後でより頻繁に取引をし、低い投資実績を経験したことを示した。この調査結果はオンライン投資家の過信によるものであるとした。⁽¹⁷⁾

結論的には、オンライン取引は個人投資家に対する積極的な展開であると

評価して差し支えないだろう。結局、インターネットは投資家が無料で財務情報にアクセスでき、迅速かつ安価で注文をすることができるからである。

しかしながら、投資家によっては、オンライン取引は多大な被害を及ぼす可能性がある。情報にアクセスできるが、その情報を分析する訓練を受けていない、オンライン投資家は、実際よりも知識をもっている幻想のもとで取引する可能性があるからである。⁽¹⁸⁾

(2) オンライン取引と適合性の原則

適合性の原則がオンライン業務に適用されるか否かについても議論がある。

まず、否定説としては、オンライン市場が非個人的な性格であるため、証券会社がオンライン投資家が自己の口座を管理するので、従来のブローカーにおける利益相反がサイバースペースで存在しないと主張するものがある。⁽¹⁹⁾そして、多くの証券会社に対して適合性の原則が適用されるかまたは新たな規制がなされると、オンライン取引のサービスのメリットがなくなると警告したのである。

これに対して、肯定説としては、オンライン証券会社は証券市場のゲートキーパーであり、財産の状況及び投資目的にとってあまりに危険であることが明白である投資戦術を求める顧客を排除する義務を負うべきである、と主張するものがある。⁽²⁰⁾オンライン証券会社が顧客に勧誘することはありえないという見解に反論を述べ、オンライン取引に対する適合性の原則の適用を支持する。⁽²¹⁾

(3) オンライン取引と事例

最近の事例としては、1999年5月に、インディアナ州インディアナポリス市出身の27歳の大学生であった、Lael Desmond は、Ameritrade Holding 社が40,000ドルの損失を生じた後に手数料と補償的損害賠償を支払うべきで

あると3人の全米証券業協会の仲裁人を納得させたものがある。⁽²²⁾ Desmond は、Ameritrade 社が経験及び財産に基づき不適合な投資をすることを認めたと主張した。Desmond は、信用取引で医学校の授業料を失った。多くの新規参入の投資家と同様に、Desmond は信用取引という概念を理解していなかった。

4 オンライン取引と全米証券業規則

現在、NASD の規則がオンライン投資家を十分に保護するものであるか否かは不明確ではない。NASD は2001年3月にガイドライン⁽²³⁾を出したが、オンライン上の情報提供について適合性を判断する上での明確な線引をするものではない。証券会社が投資家に情報を提供する手段が多様化しているためである。⁽²⁴⁾

ガイドラインによる投資勧誘とみなされない例としては、証券会社のウェブサイト上にリサーチ・ページや電子図書館を設ける例、証券会社のウェブサイトを検索エンジンを設ける例、証券会社のウェブサイトで広範囲の証券をリストアップできるようにしている例、証券会社が顧客に対して電子メールなどの電子コミュニケーションを用いて、顧客のポートフォリオなどを通知する例などがある。

これに対して、投資勧誘とみなされる例としては、証券会社が、特定顧客向けの電子メールを送り、証券購入を勧誘する例、証券会社が、特定顧客向けの電子メールを送り、買い推奨リストを示して購入を勧誘する例、証券会社が顧客の投資目的や顧客属性などに合致した証券のリストを示す例、証券会社が、データ・マイニング（大量の顧客データを分析し、その中から、ある商品を持つ顧客に共通する特徴、ある商品を購入するきっかけとなる行動等の、隠された法則をマイニング（発掘）すること）技術を用いて、証券売買の推奨を行う例などがある。

以下に適合性の原則の問題となる可能性がある電子メール、電子図書館および掲示板とチャットルームについて述べることにする。

(1) 電子メール

電子メールは投資勧誘となる可能性が最もある電子コミュニケーションのひとつである。例えば、証券会社が推奨リストから少なくとも1銘柄の株式を購入することで利益を得ることを推奨する電子メールを顧客に出すことがあるであろう。この事例の電子コミュニケーションは勧誘となる。もちろん、すべての電子メールが勧誘となるわけではない。証券会社が一般的性格の証券情報を送付する場合には、適合性の義務は生じない。⁽²⁵⁾

(2) 電子図書館

多くの証券会社のウェブサイトには、投資家が市場情報、会社に関するニュース、出来高およびチャートなどを入手できる電子図書館がある。投資家が証券の売買を決定するに当たりこの情報を利用するかもしれないが、客観的情報を提供するオンライン上のこのような情報提供サービスは適合性の義務を生じさせるものではない。

証券会社がコンピューターのスクリーン上に調査報告書を載せることがあるであろう。その報告書の内容は一般向けのものであるが、その報告書に掲載されている証券を購入することを推奨するポップアップ画面上での伝言は投資勧誘と考えられる。⁽²⁶⁾

(3) 掲示板とチャットルーム

電子図書館以外に、金融ウェブサイトの中には、⁽²⁷⁾掲示板やチャットのような双方向性の情報サービスを提供するものがある。掲示板を投資家は利用して、証券情報および投資戦略を獲得できる。

チャットルームとは投資家がリアルタイムでこれと同じことができるものである。例えば、証券会社は、ウェブサイト上の掲示板やチャットルームの進行係として関与するかまたはウェブサイト上に顧客個人別の勧誘をすることがある。証券会社はこれらのサービスから流布される情報に関して適合性を義務を負うことがあるであろう。

しかし、証券会社は掲示板またはチャットルームの上で顧客に対してなされる投資勧誘について適合性の義務を負うべきであるか否かは明確ではない。⁽²⁸⁾

5 オンライン取引と投資家保護

オンライン証券会社の宣伝およびウェブページにおける情報の氾濫に鑑み、投資家保護がとくに重要である。

第一に、いかなるオンライン上の行為が勧誘となるかを概略を明解に示すべきである。第二に、NASDは、オンラインの取引を執行する投資判断能力のない投資家の適合性のチェックを行うように証券会社に要求するべきである。さらに、規制当局は投資教育および投資家保護の警告表示のようなイニシアチブをとるべきであると言われる。

(1) 注文の監視

ブローカーの宣伝、ウェブページおよびブローカーが投資判断能力のない投資家に提供する個別情報から考えると、規制当局はオンライン取引に参加する投資判断能力のない投資家に対して適合性のチェックをするべきである。⁽²⁹⁾

適合性のチェックとは、投資家がオンラインで執行する取引をオンライン証券会社が監視し、投資家の資産状況から適合しない取引の執行を中止させるというものである。

オンライン証券会社は、適合性のチェックがオンライン取引の株価を上昇させるという議論を展開する。しかしながら、技術と競争により、オンライ

ン証券会社は株価を低く維持することを促進されることになるであろう。

実際に、適合性の査定技術が既に存在する。適合性の査定技術は、ある取引が特定の顧客に適合するかどうかを決定するためにアルゴリズムと数式を使用する。このような査定によって、オンライン証券会社は、資産状況から危険性の高い証券を購入しようとする投資判断能力のない投資家を確認し、その投資家に調査結果を通知することができる。業界関係者は、オンラインの技術により顧客が従来の証券会社を通して取引をする場合より証券会社が容易に顧客の適合性を査定することを可能にすると考えている。その上、オンライン証券会社が投資判断能力のないと分類する投資家の一部分にこれらの適合性の査定が要求されるに過ぎない。この限界が適合性の査定の結果としてオンラインの証券会社が予想する追加費用を減少させることになる。さらに、オンライン投資家と経済全体が適合性のチェックと引き替えにわずかな利益を得ることができれば良いであろう。

(2) 投資教育

賢明な投資判断を行うために、オンライン投資家は資本市場および投資戦略⁽³⁰⁾に関して教育されるべきである。

そこで、SEC は消費者に投資に関する教育するキャンペーンを開始した。Levitt SEC 議長は、オンライン取引に関する共通の誤解があるという意見を述べている。たとえば、オンライン投資家は、単にオンラインで株式を選択すれば儲けると信じているかもしれない。オンライン取引の誤解に対応するために、SEC は、インターネット投資に関する多くの情報を含む、投資教育のウェブページを作成した。さらに、Levitt 議長は、すべてのオンライン証券会社が自己のウェブサイト⁽³¹⁾に SEC の投資教育のウェブページをリンクさせることを求めた。NASD も自己のウェブサイト⁽³¹⁾に投資情報を提供している。

しかしながら、投資教育はオンライン上での投資家保護に対する包括的解決方法のひとつにすぎないという限界を認識すべきであろう。

(3) 適切な警告表示とディスクロージャー

オンライン取引に伴う落とし穴をオンライン投資家に警告するために、ひとつの解決方法は、NASD に対して、オンライン証券会社がインターネットのウェブサイトに警告表示をするように要求することである。⁽³²⁾ NASD は警告表示のメリットを認識し、デイトレーディングの規則で警告表示を定めた。この規則は、口座を開設する前にデイトレーディングの戦術を推進する証券会社が顧客に開示書類の交付を要求するものである。これと類似するものとして、オンライン証券会社に開示書類を顧客に提供する規則がメリットを有すると言われる。

6 おわりに

オンライン取引を促進することが個人投資家および経済全体にとってメリットがある。しかし、オンライン取引によるメリットを維持するために、投資家保護は必要である。この保護の一側面としては、全米証券業界の規則があるものの、オンライン取引における適合性がまだ不明確である。何よりもその義務の明確化が求められる。オンライン取引での投資勧誘の定義が明確にできないことがかえって投資家保護を困難にする。この困難はオンライン証券会社の攻撃的な宣伝活動によって複雑なものとしている。

十分な判断能力のない投資家はとくにオンライン取引の落とし穴に陥りやすい。それゆえに、これらの投資家が長期的に証券市場に参加し続けるためには、投資家はオンラインで執行する全注文の適合性のチェックの利用により保護されるべきである。適合性のチェック以外に、規制当局は投資教育のイニシアチブをとり続け、オンライン証券会社が自己の顧客を教育するよう

に強く奨励するべきであろう。

最後になるが、我が国におけるオンライン取引と適合性の原則を検討する上で本稿が示唆することがあれば幸いである。

- (1) 日興コーディアル証券は、2005年10月1日から顧客層別にメールサービスを開始した。フジサンケイ ビジネスアイ2005（平成17）年10月16日号1面。
- (2) Arthur Levitt, *Plain Talk On-line Investing*, 51 ADMIN. L.REV. 1033, 1096 (1999).
- (3) 比較法的に適合性の原則を扱ったものとして、川地宏行「投資勧誘における適合性原則(1)(2)」三重大学法経論叢17巻2号1頁以下（2000年）及び18巻2号1頁以下（2001年）を参照されたい。
- (4) 「個人の株信用取引 最高」日本経済新聞夕刊2005年10月4日。
- (5) 我が国でオンライン取引について詳細に検討したものとして、清水葉子「オンライン取引の規制について」証券経済研究第33号79頁以下（2001年）がある。
- (6) Lewis D. Lowenfels & Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 BUS. LAW. 1557, 1557 (1999).
- (7) U.S. Securities and Exchange Comm'n, *Special Study of Securities Markets*, H.R. Doc. No. 88-95, pt. 1, at 15 (1st Sess. 1963).
- (8) 15 U.S.C. § 78o-3 (b)(6) (2006).
- (9) Roberta S. Karmel, *Is the Shingle Theory Dead ?*, 52 WASH. & LEE L. REV. 1271, 1271-77 (1995).
- (10) Nancy C. Libin & James S. Wrona, *The Securities Industry and the Internet: A Suitable Match?*, 2001 COLUM. BUS. L. REV. 601, 627 (2001).
- (11) *For Your Information: Clarification of NTM 96-60*, 1997 NASD LEXIS 20, at *2-3 (Mar. 1997).
- (12) MARC I. STEINBERG, *SECURITIES REGULATION* 884 (3d ed. 1998).
- (13) Laura S. Unger, *The Net Changes Everything... Or at Least a Few Things*, 2 No. 12 Wallstreetlawyer com: Securities in The Electronic Age, at *1 (1999).
- (14) Tracey Longo, *Keeping Online In Line: Online Brokerages Say They're Not Subject to Suitability Requirements, But Regulators May Argue Otherwise*, *Fin. Planning*, at 1, available at 1999 WL 7351388 (July 1, 1999).
- (15) *Computer Brokerage Systems*, *Exchange Act Release* No.34-21383, 1984

- WL 52312 (Oct. 9, 1984).
- (16) John C. Coffee, Jr., *Brave New World? The Impact(s) of the Internet on Modern Securities Regulation*, 52 BUS. LAW. 1195, 1196 (1997).
- (17) Brad M. Barber and Terrance Odean, *Online Investors: Do the Slow Die First?*, at <http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/papers/Online/Online.pdf> (Mar.2001) (unpublished manuscript).
- (18) Nancy C. Libin & James S. Wrona, *supra* note 10, at 635.
- (19) LAURA S. UNGER, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMM'N, ONLINE BROKERAGE: KEEPING APACE OF CYBERSPACE 606-07 (Nov. 1999), at <http://www.sec.gov/pdf/cybrtrnd.pdf>.
- (20) *Securities Fraud on the Internet: Hearing Before the Permanent Subcomm. on Investigations of the Comm. on Governmental Affairs*, 106th Cong. 100 (1999).
- (21) *Id.*, at 254-55.
- (22) Rebecca Buckman, *Student Awarded \$40,000 From Firm in Trading Case*, WALL ST. J., Jan. 17, 2000, at C16.
- (23) *Suitability Rule and Online Communications*, NASD NTM 01-23, 2001 NASD LEXIS 28, at *4 (Apr.2001), [以下、*Online Suitability Policy Statement* と略記], available at <http://www.nasdr.com/pdf-text/0123ntm.pdf>.
- (24) Robert N. Sobol, *Intelligent Agents and Futures Shock: Regulatory Challenges of the Internet--Review of Securities Regulation in Cyberspace by Howard Friedman*, 25 IOWA J. CORP. L. 103, 108 n.4 (1999).
- (25) *Online Suitability Policy Statement*, *supra* note 23, at *11.
- (26) Nancy C. Libin & James S. Wrona, *supra* note 10, at 647.
- (27) 金融ウェブサイトとしては、Yahoo! Finance, The Motley Fool, and Raging Bull などがある。
- (28) Nancy C. Libin & James S. Wrona, *supra* note 10, at 649.
- (29) Douglas Schulz, *Internet Trading Take a Walk On the Wild Side*, in SECURITIES ARBITRATION 1999; SETTLEMENTS, LAPTOPS, EXPERTS & ARBITRATORS, at 242 (PLI CORP. L. & PRACTICE COURSE, HANDBOOK Series No. 0092, 1999).
- (30) James A. Fanto, *We're All Capitalists Now: The Importance, Nature, Provision, and Regulation of Investor Education*, 49 CASE W. RES. L. REV. 105, 157 (1998).

(31) See <http://www.investor.nasd.com/iresc/c-iresc07.html>.

(32) Renée Barnett, *Online Trading and the National Association of Securities Dealers' Suitability Rule: Are Online Investors Adequately Protected?*, 49 AM. U. L. REV. 1089,1124 (2000).